



Stratégie d'investissement

16 novembre 2012



Retour à la prudence

Notre analyse à propos du « trou d'air » industriel de l'été était juste : les enquêtes se sont depuis retournées et le passage des indices de type PMI (recueil de données auprès des directeurs d'achats sur l'activité de leur entreprise) sous le seuil de 50 ne constituait pas les prémices d'une récession mondiale. Ce rattrapage crée une forme de reprise en trompe-l'œil qui conduit certains observateurs à anticiper un rebond plus durable. Pourtant, la conjoncture économique n'est pas rassurante. Si l'économie américaine continue à croître au rythme de 2 % environ observé depuis la sortie de la récession en juin 2009, ce résultat ne suffit pas à faire refluer sensiblement le taux de chômage. Dans la zone euro, comme nous le craignons, la récession s'installe sur fond de rigueur budgétaire et les données devraient continuer à se dégrader. Cette situation pèse sur le commerce mondial et les principales économies émergentes.

En cette fin d'année, ce sont surtout les **incertitudes de nature politique** qui vont affecter les décisions des investisseurs mais aussi celles des agents économiques. Après des mois où l'attention du monde financier est restée rivée sur la saga de la crise européenne, la politique budgétaire américaine a recommencé à refaire la Une dès le lendemain de l'élection du 6 novembre. Le problème de la « falaise » ou du « précipice » budgétaire (« fiscal cliff ») reste entier et les négociations entre le Président réélu et le Congrès à ce sujet risquent d'être difficiles. Ce climat est de nature à peser sur la confiance des ménages et à retarder les décisions d'investissement et d'embauche des entreprises. Dans la zone euro, la dégradation des données économiques va continuer à inquiéter tandis que l'entêtement du Premier ministre espagnol à refuser l'aide européenne peut finir par agacer ses partenaires et les investisseurs.

Les Banques centrales font beaucoup mais ne peuvent pas tout

Face à cette situation délicate, les Banques centrales ont confirmé au cours des dernières semaines leurs engagements à maintenir des politiques monétaires très accommodantes. Les conditions financières en Europe se sont d'ailleurs sensiblement détendues depuis cet été suite aux propos de la BCE. Cet élément a nettement soutenu les actions jusqu'à la mi-septembre, puis le mouvement s'est essouffé et, depuis la mi-octobre, les inquiétudes sur la situation économique et politique ont tendance à dominer les évolutions des marchés. L'assurance apportée par les Banques centrales qu'elles fourniront –quoi qu'il arrive– de la liquidité reste bien sûr un élément majeur qui offre une protection contre de brutales consolidations des actions mais ne paraît plus en mesure d'alimenter à elle seule le rally. Dans ce contexte, une **position neutre sur les actions** nous paraît devoir être adoptée avec une **exposition plus prudente sur les marchés émergents**. Ces derniers risquent de pâtir à court terme de la fragilité de l'économie mondiale et d'une possible inflexion des politiques monétaires dans certaines zones du fait de la remontée des risques inflationnistes.



ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE

MONTEE DES INCERTITUDES

La croissance américaine autour de 2 %, aujourd'hui et demain

Selon les enquêtes ISM, la croissance devrait se maintenir autour de 2 % en fin d'année

Le PIB a progressé de 2,0 % en rythme annualisé (après 1,3 % au 2^e trimestre), grâce à une hausse de 2 % des dépenses privées et de 3,7 % des dépenses et investissements publics (en particulier dans la défense) alors que l'investissement productif privé s'est contracté (-1,3 %). Les contributions des stocks (-0,1 pp) et du commerce extérieur (-0,2 pp) ne sont pas majeures en première estimation mais ces composantes sont souvent révisées. L'investissement résidentiel progresse depuis six trimestres, en ligne avec l'amélioration indéniable du marché de l'immobilier. Les prix des biens dans l'ancien bénéficient en effet de l'apurement des stocks et du retour progressif à la normale du fonctionnement du marché. La confiance des promoteurs augmente depuis six mois et a rejoint en octobre son plus haut niveau depuis juin 2006, traduisant une amélioration parallèle du marché du neuf. Toutefois, les professionnels soulignent que toutes les intentions d'achat ne sont pas concrétisées du fait de la difficulté dans certains cas à obtenir un financement (crédit, revente du bien précédent). En l'état actuel, le marché immobilier paraît ne plus devoir être un frein à la croissance américaine mais il ne devrait pas devenir pour autant un moteur décisif pour l'activité ou l'emploi.

L'amélioration de l'emploi reste limitée

Plus généralement, depuis la fin officielle de la récession à la mi-2009, la croissance du PIB se fait à un rythme moyen de 2,2 %, nettement inférieur à ceux observés par le passé. La contrepartie positive de cette situation est que le cycle économique n'est pas arrivé à son terme et que de très mauvaises nouvelles sur la croissance peuvent a priori être exclues. L'investissement, en particulier, devrait continuer à progresser pour retrouver un niveau plus comparable avec son historique. Le revers de la médaille est bien entendu la situation de l'emploi : depuis deux ans, les créations d'emploi dépassent à peine 150 000 en moyenne mensuelle, un rythme insuffisant pour assurer l'amélioration significative de l'emploi voulue par la Fed. Le taux de chômage a certes baissé au cours des derniers mois mais reste, à 7,9 % en octobre, nettement au-dessus des standards historiques. Même en supposant que la projection de long terme publiée par la Fed (5,2 % à 6 %) n'est qu'un idéal vers lequel le taux de chômage devrait tendre, le niveau actuel assure que les mesures quantitatives de politique monétaire sont là pour longtemps.

Politique monétaire contre politique budgétaire

Cette certitude sur la politique monétaire, appuyée par un discours clair de la Fed, devrait être un élément positif pour l'activité. A contrario, les incertitudes sur la politique budgétaire alors que vont s'ouvrir des négociations sur les hausses d'impôts qui seront ou non appliquées début 2013, apparaissent comme un élément baissier sur la croissance. Le débat budgétaire entre une Chambre des Représentants toujours Républicaine et le Président Démocrate réélu risque de durer, et ce d'autant plus, que le plafond de la dette sera atteint dans les prochains mois (au plus tard en mars une fois qu'auront été utilisées toutes les mesures techniques permettant de retarder l'échéance). Les plus optimistes des analystes prévoient un accord avant la mi-décembre, ce qui nous paraît hautement hypothétique. Bien sûr une telle conclusion pourrait singulièrement changer la donne. Quoi qu'il en soit, le manque de visibilité d'ici là va continuer à peser sur les décisions d'investissement et d'embauche, en particulier pour les petites entreprises qui n'ont jamais perçu un niveau aussi élevé d'incertitude économique à six mois (le précédent record avait été enregistré durant la présidence de Jimmy Carter). Dans ce contexte, il est crucial que la Fed maintienne le cap de sa politique monétaire ultra-accommodante mais cela ne suffira pas à provoquer une accélération de la croissance.

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP YoY %									Inflation YoY %								
	2011	2012				2013				2011	2012				2013			
		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M
M= Mean; H= High; L=Low																		
Developed Economies																		
USA	1.8	2.1	2.2	2.1	[2.2]	2.0	2.7	1.4	[2.1]	3.1	2.1	2.3	1.9	[2.0]	2.0	2.8	1.0	[2.0]
Canada	2.6	2.0	2.3	1.7	[2.0]	2.0	2.4	1.2	[2.0]	2.9	1.8	2.4	1.6	[1.8]	1.9	2.4	1.2	[1.9]
Eurozone	1.5	-0.5	-0.2	-1.2	[-0.5]	0.2	0.8	-0.9	[0.2]	2.7	2.4	2.6	1.9	[2.4]	1.9	2.4	1.2	[1.8]
UK	0.9	-0.2	0.3	-0.5	[-0.3]	1.2	2.0	0.3	[1.3]	4.5	2.7	2.9	2.2	[2.7]	2.2	3.3	1.6	[2.1]
Switzerland	1.9	0.9	1.2	0.5	[1.0]	1.2	1.5	1.0	[1.3]	0.2	-0.6	0.0	-0.9	[-0.5]	0.4	1.2	-1.3	[0.5]
Japan	-0.7	2.3	3.2	2.0	[2.4]	1.3	2.7	0.8	[1.3]	-0.3	0.0	0.2	-0.1	[0.1]	-0.1	0.3	-0.7	[0.0]
Australia	2.1	3.4	3.7	2.6	[3.5]	2.9	3.7	2.1	[2.9]	3.4	1.8	2.1	1.6	[1.8]	2.9	3.4	2.5	[3.0]

Source: Consensus Forecasts as of 08/10/2012



La zone euro en récession

Ça aurait pu être pire

Au 3^e trimestre, le PIB de la zone euro s'est contracté de 0,1 %, c'est-à-dire une baisse plutôt moins marquée que celle de l'ordre de 0,4 % à 0,5 % que laissaient envisager les enquêtes de type PMI publiées depuis l'été. Est-ce une bonne nouvelle pour autant et cette relative « résistance » de l'économie européenne traduit-elle un trop grand pessimisme des sondages auprès des chefs d'entreprises ou des ménages qui renvoient tous le même message négatif (qu'ils soient menés par des sociétés privées – Market PMI –, par des institutions comme la Commission européenne – indice du sentiment économique – ou par les instituts nationaux de statistiques (Insee en France) ? Nous ne le pensons malheureusement pas. D'une part la récession est en place depuis plus d'un an dans les pays du Sud de l'Europe (Espagne, Italie, Portugal, sans parler de la situation économique en Grèce). D'autre part, la croissance est « présente » au 3^e trimestre essentiellement parce que la manifestation du ralentissement dans les données effectives n'est apparue qu'en septembre. C'est le cas par exemple pour la production industrielle en France et en Allemagne qui s'est nettement contractée en septembre alors qu'elle avait progressé en juillet et août, semblant contredire les enquêtes.

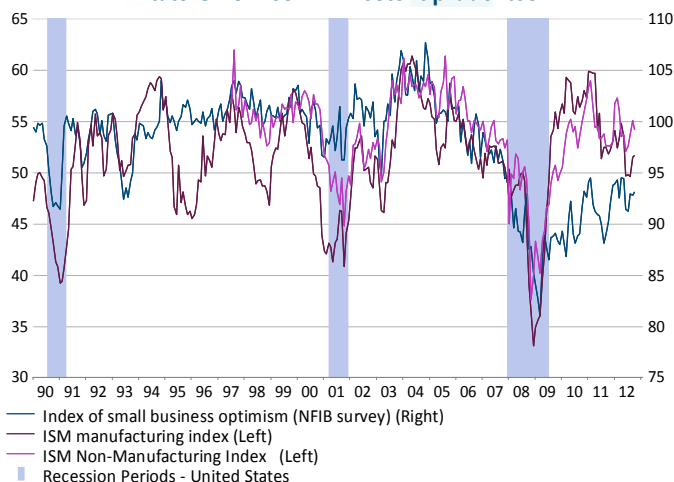
Ça va être pire

Cette configuration crée une base faible pour le 4^e trimestre où la contraction de l'activité devrait être un peu plus marquée. Par ailleurs, si les observateurs (peu attentifs ou peu objectifs) ont pu saluer la croissance de 0,2 % enregistrée par l'économie française (après une contraction de 0,1 % au trimestre précédent et deux trimestres de stagnation auparavant), le ralentissement de l'économie allemande par rapport au début de l'année est sans conteste préoccupant. Au 3^e trimestre, le PIB n'a crû que de 0,2 % en raison d'une contraction de l'investissement productif alors que les exportations n'ont que faiblement progressé.

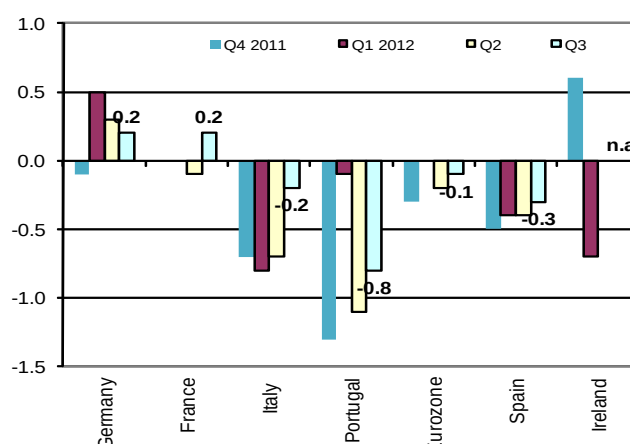
Ça pourrait être mieux

Les mesures exceptionnelles de politique monétaire mises en place par la BCE depuis un an (LTRO, possibles achats de titres, taux directeurs très bas) ont très certainement évité le pire et permis une détente des conditions financières. Toutefois, la politique monétaire seule ne suffit pas à déclencher un rebond conjoncturel alors que la crise souveraine interdit tout soutien budgétaire. Des mesures modestes et ciblées de « relance » pourraient toutefois être annoncées. En Italie, Mario Monti a ainsi baissé le taux marginal d'imposition sur les premières tranches de revenus, limité la hausse de la TVA prévue en 2013 et décidé une hausse des dépenses d'infrastructures. Dans la mesure où les instances internationales comme l'OCDE ou le FMI ont recommencé à souligner, comme elles l'avaient fait durant la Grande récession, qu'une trop forte rigueur budgétaire n'est pas toujours la solution, d'autres ajustements sont possibles dans les prochains mois. Mario Draghi a d'ailleurs indiqué que les conditionnalités exigées par la BCE pour intervenir dans le cadre de son programme OMT sont là pour assurer que les politiques menées par les Etats-membres sont adaptées, en particulier d'un point de vue structurel. Le nouvel équilibre que doit trouver la zone euro est délicat. Il faut poursuivre les réformes structurelles sans étouffer les économies et c'est seulement alors que le retour de la croissance pourra être envisagé.

Etats-Unis : les PME restent prudentes



Zone euro : le « cœur » résiste encore. Jusqu'à quand ?
GDP q/q in %





ALLOCATION D'ACTIFS

PRUDENCE A COURT TERME SUR LES ACTIFS RISQUES

Les incertitudes pèsent sur les cours

Dans l'immédiat le « fiscal cliff »...

Les incertitudes économiques (croissance dans la zone euro, résistance des émergents) et politiques (débat budgétaire américain, décision de l'Espagne, grandes manœuvres politiques en Italie en prévision des élections générales de l'an prochain, attitude d'Angela Merkel avant le scrutin de l'automne 2013) sont nombreuses et variées. Elles nous paraissent devoir dominer le comportement des investisseurs dans les prochains mois et nous incitent à la prudence sur les actifs risqués. A très court terme, la politique budgétaire américaine est au centre des préoccupations comme en témoigne la baisse de plus de 5 % de l'indice S&P 500 depuis les élections (données au 16 novembre) alors que le bord du précipice se rapproche. Même si les premières déclarations de chaque bord ont paru un peu apaisées, il est bien trop tôt pour prévoir l'issue du débat et le consensus en la matière a d'ailleurs eu tendance à se dégrader au cours des dernières semaines. Il serait évidemment préférable pour l'économie américaine que le Congrès vote rapidement un accord qui limite la restriction budgétaire en 2013 et nous nous réjouissons d'une telle issue. Il ne nous paraît toutefois pas raisonnable de prendre une décision d'allocation d'actifs sur un simple espoir.

...plus tard, la croissance

Si ce débat budgétaire se déroulait dans le cadre d'une économie florissante, l'enjeu serait bien évidemment moins crucial. Comme exposé plus haut il n'en est rien et les résultats des entreprises au titre du 3^e trimestre ont traduit le ralentissement économique mondial survenu au cours de l'été. Aux Etats-Unis, la saison des résultats a été marquée par un fort ralentissement des chiffres d'affaires (en particulier pour les sociétés exposées à l'international). Ceux-ci s'avèrent par ailleurs plus faibles qu'anticipé par les analystes (60 % des entreprises ont publié des chiffres d'affaires inférieurs aux attentes) alors que les bénéfices continuent de surprendre positivement grâce à une progression des marges opérationnelles. Toutefois, à partir du niveau actuel record des marges, les anticipations de croissance des profits (10,9 % en 2013 pour le MSCI US) tirée par une poursuite de leur expansion nous semblent à risque et les prévisions de bénéfices pourraient être revues à la baisse dans les mois qui viennent, ce qui pèsera sur les marchés actions. S'il l'on se permettait une métaphore sportive, il faudrait inscrire le score suivant : Incertitudes : 2 – Banques centrales : 1 et rentrer au vestiaire avec une exposition neutre sur les actions développées.

Synthèse de nos recommandations

MULTI-ASSET CLASS			EQUITIES DEVELOPED COUNTRIES			EQUITIES EMERGING COUNTRIES		
	Current	Previous		Current	Previous		Current	Previous
EQUITIES			US	+	+	Brazil	+	+
Developed Equities	=	+	Canada	=	-			
Emerging Equities	-	=	Euroland	+	+	China	-	-
FIXED INCOME			Japan	-	-	India	-	-
Government Bonds	=	=	UK	+	-	South-Korea	+	+
Corporate Bonds	=	+	Switzerland	+	+	Taiwan	-	-
High Yield	=	+	Australia	=	=	Russia	+	+
COMMODITIES								
Brent Oil	=	-	BONDS COUNTRIES SOVEREIGN			South Africa	-	-
Base Metals	=	-		Current	Previous	Turkey	-	-
Gold	+	+	US	=	=			
Agricultural	=	=	Euroland	=	=			
CASH	=	=	Japan	=	=			
			UK	=	=			
			Switzerland	=	=			

Notes: The indications in the tables reflect views not weights, whereby the "+", "-" and "=" signs respectively represent positive, negative and neutral views. Two different types of views are expressed in the tables. Those in the Multi-Asset Class Module are absolute returns views, or more precisely views on excess returns versus cash. Those in the equities and bond modules are relative return views. Here we assess relative excess returns amongst different countries. These views can of course be translated into portfolio weights. Their size will heavily depend on portfolio constraints and the specific risk budgets.



ALLOCATION D'ACTIFS

Préférence pour les actions américaines et européenne

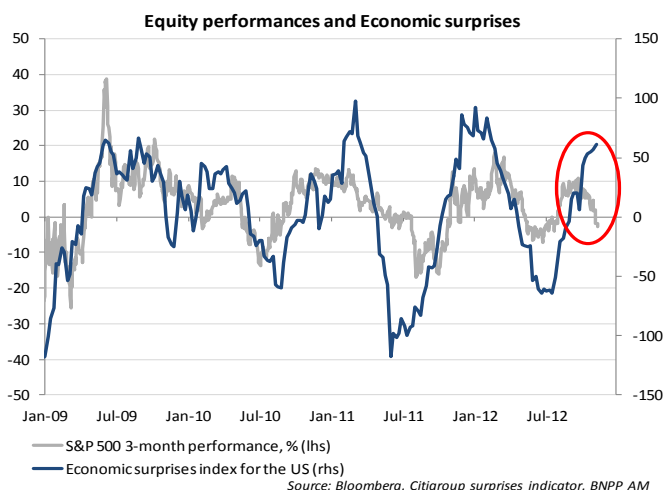
D'autres incertitudes sur les émergents

Dans cette allocation prudente, nous privilégions les Etats-Unis et l'Europe. Ces deux marchés bénéficient de politiques monétaires très accommodantes. Le marché actions européen présente par ailleurs une valorisation relative très attractive. A contrario, au sein des marchés développés, nous restons à l'écart du Japon, où les actions sont pénalisées par un environnement déflationniste que les autorités ne parviennent pas à enrayer. Lors de sa réunion de politique monétaire du 30 octobre, la Banque du Japon (BoJ) a annoncé l'augmentation du volume de son plan d'achat d'actifs de 11 000 milliards de yens, ce qui porte le total à 91 000 milliards soit 19 % du PIB. La BoJ tente d'affaiblir le yen en assouplissant davantage sa politique monétaire, sans grand succès pour l'instant. L'annonce de la démission du gouvernement et la tenue d'élections anticipées en décembre suscite un certain nombre d'espoirs, en particulier celui que le pouvoir sorti des urnes force la main à la BoJ pour adopter une politique beaucoup plus accommodante, de type achats illimités de titres (et pas seulement de JGB). La BoJ n'est sans doute pas la Banque centrale la plus soucieuse de son indépendance mais les attentes en la matière nous paraissent excessives, en particulier en ce qui concerne le tempo des décisions qui seront prises. Par ailleurs, le tassement de l'activité s'accompagne d'un ralentissement plus important des bénéfices des entreprises nipponnes, confrontées à un yen qui reste trop élevé (même au niveau de 81 pour un dollar atteint à la mi-novembre). Nous sommes également sous-exposés sur les marchés émergents. Les perspectives bénéficiaires des marchés actions émergentes sont négativement orientées tandis que le soutien procuré par l'assouplissement monétaire devrait s'affaiblir dans les mois qui viennent du fait de la remontée des risques inflationnistes dans certains pays. La transition politique est en cours en Chine et le nouveau pouvoir ne semble pas désireux de mettre en place rapidement des plans de soutien à l'activité de grande ampleur. L'objectif implicite de croissance correspond peu ou prou au dernier chiffre publié (+7,4 % en glissement annuel au 3^e trimestre) tandis que la volonté affichée de réduire les inégalités de revenus et de lutter contre la corruption reflète a priori d'autres préoccupations qu'une relance budgétaire massive. Dans cette phase de conjoncture heurtée, il nous paraît préférable de jouer le thème émergent via une exposition à la dette libellée en dollar qui devrait profiter de l'amélioration des fondamentaux (finances publiques en meilleur état que dans la zone développée).

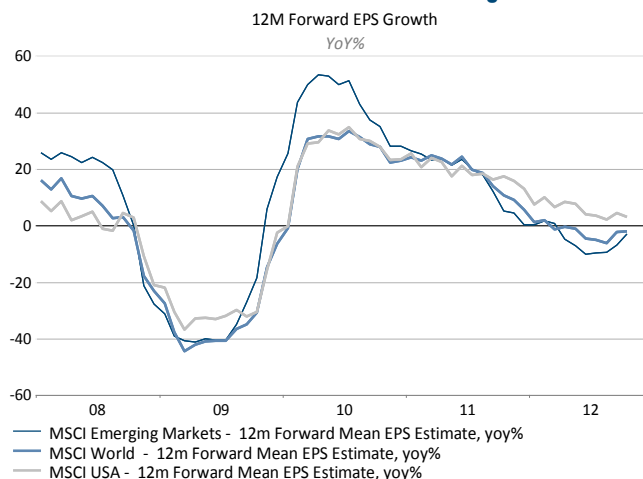
Un environnement de taux durablement bas

Malgré des valorisations très tendues, les taux des obligations gouvernementales de référence (T-note, Bund, Gilts), devraient rester bas en raison de la faible croissance (voire récession dans la zone euro), et des politiques monétaires très accommodantes (taux directeurs, achats de titres longs). Dans ce contexte, des tensions ponctuelles peuvent apparaître comme des points d'entrée intéressants pour un pari de court terme. Sur le crédit, les spreads se sont déjà sensiblement réduits et l'environnement économique paraît désormais plus délicat, en particulier en Europe. Nous conseillons la neutralité en cette fin d'année où les flux pourraient ponctuellement s'inverser.

Actions : les fondamentaux ne sont pas pris en compte



Croissance bénéficiaire : les marchés émergents à la traîne





CONTACTS & AVERTISSEMENT

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en novembre 2012, sauf indication contraire. BNPP IP est la source au 16 novembre 2012 des données chiffrées décrites dans cette lettre, excepté en cas d'indication spécifique.

Le présent document a été rédigé et est publié par BNP Paribas Asset Management (BNPP AM)*, un membre de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**.

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue :

1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;
2. ni un conseil d'investissement.

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de BNPP AM au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. BNPP AM n'est nullement obligé de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les Instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client.

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les Instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des Instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux Instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les Instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial.

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes.

* BNPP AM est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France (numéro d'enregistrement 96-02), constituée sous forme de société par actions simplifiées, au capital de 64 931 168 euros, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. www.bnpparibas-am.com.

** « BNP Paribas Investment Partners » est la marque globale des services de gestion d'actifs du groupe BNP Paribas. Les entités de gestion d'actifs faisant partie de BNP Paribas Investment Partners et éventuellement citées dans le présent document le sont uniquement à titre d'information et n'exercent pas nécessairement d'activités dans votre pays. Pour tout complément d'information, veuillez contacter votre Partenaire local agréé.